

如何应用工商企业评级方法分析投资控股公司的信用质量

2021 年 3 月 1 日

概述

投资控股公司（IHC）是标普信评工商企业覆盖范畴的行业之一，本文旨在介绍我们如何使用标普信评工商企业评级方法论分析投资控股公司的个体信用状况（SACP）和主体信用评级（ICR）。投资控股公司主要是指以对外投资和资产股权为主要业务，旨在实现中长期资本回报的企业，他们寻找合适的标的进行投资，然后在合适的时机将其出售并投资于新的标的。

本文谈及的“投资控股公司”，在中国资本市场上有两种主要的业态形式，一种是市场化的投资公司，另一类是各级政府下属的国有资本投资与运营平台。前者主要追求以市场化的手段获取资本回报，而后者除了追求资本回报以外，更重要的是承担着国有企业政企分离和完善公司治理结构、深化国有企业改革、实现国有资产保值增值和国有资本有序进退的重要职能。

一般而言，投资控股公司主要依靠被投资企业的分红和管理费收入来覆盖日常运营支出、利息费用以及股利支出，与产业类的企业不同。投资控股公司的投资标的可能是上市公司或非上市公司股权，以参股或者控股的形式体现。我们认为投资控股公司更多关注于如何实现投资的保值增值和利益最大化。为了实现这个目标，投资控股公司可能会在必要的时候适当地调整投资组合。对于国资类投资控股公司，他们的目的是促进国有资本的有序进退、实现国有资本保值增值。但与综合性集团不同，大部分被投资企业是独立于投资控股公司而运营的，他们有独立的管理层并在财务层面自主决策。如果一个企业对下属公司实现业务、财务实现强力管控占比较高，我们可能不会将其视为投资控股公司。

我们应用工商企业评级方法论分析投资控股公司的信用质量。我们首先评估企业的业务状况，接着评估其财务风险，然后根据两者的结论确定评级基准。在此基础上，我们进一步分析可调整评级的其他因素，如流动性、管理与治理和其他考虑因素等，来得出企业的个体信用状况。如果我们认为企业可能获得外部支持，包括集团或政府支持，我们也会将这些因素考虑在内，从而得出主体信用等级。

结合投资控股公司自身的业务特点和财务风险，我们在分析其业务状况时更关注于企业的投资状况，而财务风险方面则更关注于企业所负担的带息债务与所持有的投资标的的价值的匹配程度，以及企业的融资及资本结构。

分析师

张任远

北京

+86-10-6516 6028

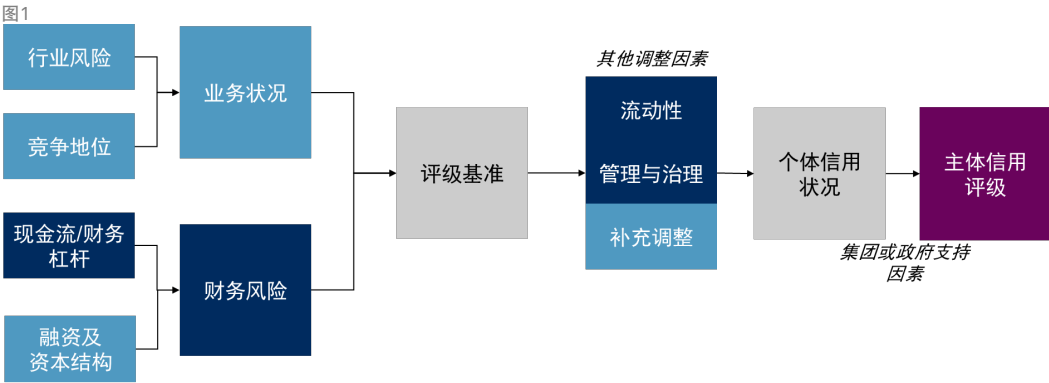
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

钟晓玲

北京

+86-10-6516 6051

May.zhong@spgchinaratings.cn



数据来源：标普信评
版权 © 2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

评级过程中考虑的关键因素

业务状况

行业风险

行业风险分析涉及企业在所属行业内面临的主要风险等因素。我们用 1 到 6 分的分值来评估行业风险，1 代表最低的行业风险，6 代表最高的行业风险。我们认为，投资控股公司处于中等水平（3）。投资控股公司 IHC 资产和债务的错配使其面临在再融资风险。投资控股公司 IHC 通常不会产生足够的经营性现金流来偿还债务。因此，他们一般依靠再融资来滚动债务。如果再融资受限时，投资控股公司通常会通过其他流动性来源偿还债务，例如股东的持续经营性支持，或者处置部分投资。

竞争地位——投资状况

投资控股公司的投资状况体现其竞争地位。在分析其投资状况时，我们主要考虑以下几点：资产的流动性、资产的信用质量，资产的多样性和企业的战略投资能力。

企业在这些方面的优势或不足会影响其投资效果。若企业投资状况高于行业平均水平，通常会给业务状况加分；反之，若企业投资状况低于行业平均水平，可能会拉低业务状况的分数。

投资状况的主要构成要素为：

- 资产的流动性。主要用于评估企业在必要时出售投资的难度。一般而言，上市公司股权的流动性好于非上市公司，而平均持股比例高的资产的流动性相对于持股比例较低的要稍弱。
- 资产的信用质量。主要指被投资企业的信用质量。如果被投资企业的信用质量偏弱，那么可能会影响投资价值。极端情况下，被投资企业债务违约破产，则可能会导致投资完全损失，从而无法实现财务回报。
- 资产的多样性。主要指投资的行业集中度、地域集中度、资产集中度等。一般而言，资产的多样性程度越高，市场发生波动时投资价值的稳定性就越强。
- 战略投资能力。主要用于衡量其他有助于投资成功的因素，主要包括投资纪律、投资的风险识别和控制能力、投资组合的调整情况以及投资整体收益情况等。

我们通常会对上述四项要素进行逐一评估，然后结合各要素的情况综合考量投资状况。

当我们分析各级地方政府下属的国有资本运营和投资平台时，在上述四个维度中我们认为资产的信用质量和资产的多样性对这类企业的业务状况影响相对更大，而资产流动性和战略投资能力对其业务状况的影响相对较小。我们认为，资产的信用质量一方面影响其所持有投资的价值和安全性，另一方

面，由于此类国有资本和投资平台多承担扶持当地企业的职能，其持有的企业信用质量越高，平台公司就可以越少的承担代被投资企业融资的功能，对被投资企业的融资敞口越少一定程度上能够减少信用风险。

我们认为，资产的流动性和战略投资能力对于国有资本运营和投资平台的业务状况影响有限，此类平台的职能定位首要在于国有资本管理，其持有的国有资产大部分并非市场化选择的结果，而是作为代国资委承担出资人职能的被动持有。一方面受到国有企业改革进展的影响，国有资产中非上市资产占有很大的比例；而另一方面，即使持有的是上市公司，这些国有资产的处置也很大程度上无法自主独立决策，更多需要所属地方政府的首肯方可执行。虽然整体资产的流动性与市场化的投资控股公司存在较大的差异，但这类国有资本运作平台，持续受到地方政府的提供的经营性支持，如资本注入、资产划转、财政贴息等，这些持续的经营性支持从不同的角度为这些平台提供了流动性。

综合考量行业风险和竞争地位

我们通过综合考虑行业风险和竞争地位，来评估企业的业务状况。合适情况下，我们可能会调整对业务状况的评估，以更好地反映企业业务的整体强弱。具体请参照工商企业方法论的相关评论。

财务风险

现金流/杠杆率水平

在分析投资控股公司的财务风险时，我们评估财务风险的主要比率是债务对投资价值比率，并且分析的视野主要集中在母公司及用于投融资的平台公司范围内。总债务通常包括所有母公司和相关融资平台的债务。投资价值的计算一般通过账面价值、市场公允价值、可比交易价值等多种方式衡量。在计算所得的指标基础上，我们也会综合企业对财务的自主控制能力、账面价值的可实现性和透明性、投资价值的波动性等因素综合得出债务对投资价值的得分。一般而言，我们认为经调整的债务对投资价值比率越低，代表企业未来的再融资能力越强以及再融资空间越大，其财务风险也就越低。

除上述核心指标外，我们也会考虑现金流充足性指标。我们通过计算企业的可控现金流入对刚性现金支出的覆盖情况来反映该指标。一般而言，可控现金流入包括管理费收入、利息收入以及被投资企业分配的股利。而刚性现金支出主要则包括利息费用、企业运营成本、税收支出等，在某些情况下，我们可能也会视投资控股公司的股利分配政策，将企业对外支付的股利纳入刚性支出。

融资及资本结构

我们还会考虑融资及资本结构对于企业财务风险的影响。评估的角度一般包括但不限于：债务的到期结构、企业的融资来源集中度、汇率及利率风险、对被投资企业的融资敞口以及结构复杂程度等。如果企业的融资和资本结构相对较差，我们可能会对企业的财务风险打分进行调整。

评级基准和其他调整因素

我们把企业业务状况评估和财务风险评估相结合，便形成了评级基准。形成了评级基准后，我们考虑的其他调整因素包括流动性、管理与治理和补充调整。具体请参照工商企业方法论的相关评论。

主体信用等级

企业的主体信用评级由个体信用状况和支持框架共同决定。如果我们认为企业可能受集团或政府影响，该影响会反映在支持框架中。这种影响可能体现为支持，也可能体现为干预，因此既可能增强、也可能削弱企业的财务履约能力。大部分情况下，由于集团或政府通常实力更加雄厚，信用质量更强，因此影响都是正面的。具体评估外部支持的方法参见《解读标普信用评级（中国）评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素方法论》和《解读标普信用评级（中国）在评级过程中运用的支持框架》。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2021 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。